و سـ فات عـ لي، أزمة الرهن العقاري (ص ص 92-107)، مجلة العلوم الاقتصادية و التسيير و العلوم التجارية، العدد 2009/02 ، مجلة علمية محكمة تصدرها كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير و العلوم التجارية، جامعة المسيلة، الجزائر ، ISSN:1112-8984.

أزمة الرهن العقاري

يوسفات علي، أستاذ مساعد أ، جامعة أدرار.
رئيس اللجنة العلمية لقسم العلوم التجارية.

أزمة الرهن العقاري أو أزمة الرهون العقارية الثانوية أو أزمة الإسكان الأمريكية أو أزمة الائتمان، أو الأزمة المالية العالمية، كلها مسميات لأزمة مازالت تداعياتها مستمرة إلى يومنا هذا، و كانت أبرز تجلياتها نقص سيولة السوق و سيولة التمويل[1] في النظام البنكي الأمريكي، و التي بدأت خلال 2006 بعد انفجار فقاعة سوق الإسكان في الولايات المتحدة الأمريكية، لتتطور بعد ذلك و تصبح أزمة مالية عالمية ابتداءً من عام 2007.

و بدأت الأزمة بعد انخفاض أسعار المنازل في الولايات المتحدة، و ارتفاع معدلات التخلف عن القروض الثانوية وغيرها من القروض العقارية، بسبب ضعف الجدارة الائتمانية للملاك المنازل، خصوصا بعد أن رفع الاحتياطي الفيدرالي أسعار الفائدة من 1% عام 2004 إلى 5.25% عام 2007، مما انعكس على أقساط مدفوعات ملاك المنازل بالارتفاع ، و مع انحدار معايير الاقتراض، زادت القروض العقارية الثانوية المتعثرة، مما تسبب في إفلاس العديد من شركات الرهن العقارية و المؤسسات العاملة في سوق الرهن العقاري.

- في عام 2006 بلغ حجم التخلف عن سداد القروض المتعثرة بـــ15%، و كل 3% من الرهون العقارية الثانوية المتأخرة السداد تؤدي إلى زيادة القروض المتعثرة بمقدار 340 مليار دولار [2].

و تكوّن خلال 2006 ما يصطلح عليه بفقاعة الإسكان الأمريكية، و التي تحولت فيما بعد إلى أزمة مالية عالمية.

- في 9 أوت 2007 ، أعلن أكبر بنك مدرجة في البورصة الفرنسية بي أن بي باريبا BNP Paribas عن تجميد ممتلكات صناديقه الثلاثة العاملة في التمويل العقاري في الولايات المتحدة، والتي تبلغ قيمتها نحو 1.6 مليار يورو في أعقاب مشكلات في قطاع الائتمان العقاري عالي المخاطر في الولايات المتحدة [3]. كان هذا الاعلان كمؤشر لتحول أزمة قطاع العقارات الأمريكية إلى أزمة مالية.

- من عام 2007 إلى الآن عانت العديد من البنوك و المؤسسات المالية من نقص حاد في السيولة، و تراكم هائل للديون المعدومة، أدى إلى العديد من افلاسات و اندماجات في القطاع البنكي العالمي.

- و لكن أكبر انهيار عرفت الأسواق لحد الآن، كان انهيار رابع أكبر بنك في الولايات المتحدة الأمريكية ليمان براذرز Lehman Brothers بعد 185 عام من النشاط، في 15 سبتمبر 2008 ، و ما أحدثه من هلع و ذعر و انخفاضات حادة في البورصات العالمية، و تداعيات خطيرة [4].

إذن ما هي أزمة الرهن العقاري، و ما هي ميكنزماتها؟

يحاول هذا البحث تقديم شرح توضيح و مختصر حول أزمة الرهن العقاري، و تاريخ ظهور و هيكلية سوقها، كذلك أسبابها و كيفية تكوّن الأزمة، و آثار المترتبة عنها، و أبرز الإجراءات معالجة الأزمة.

1- تعاريف مهمة لفهم الأزمة:

أ- الرهن الثانوي «Subprime Mortgage»: نوع من الرهون العقارية المنخفضة الجدارة الائتمانية، بمعدل فائدة أعلى من الرهن العقاري التقليدي (Prime) لتحمل مخاطره المرتفعة، وغالبا يستفيد منه الأفراد الذين يعانون من انخفاض جدارتهم الائتمانية، أو لعدم وجود ضمانات تأهيلهم للحصول على القروض العقارية الرئيسية (Prime) [5].

ب- الأوراق المالية المضمونة برهون عقارية ثانوية MBS (Subprime mortgages-backed securities): نوع من الأوراق المالية المدعومة بأصول(ABS)، و تكون مضمونة برهن أو مجموعة من الرهون العقارية، وهي أوراق مدد استحقاقها 30 عاما، عدد المستثمرين فيها محدود، لأن المستثمرين يفضلون عادة أوراق مالية من 2-10 سنوات[6]. وهذا استوجب البحث عن بديل مالية يقبله المستثمرين الأخرين، لذا قامت شركات التوريق (SPV) بتوريق MBS إلى ما يسمى بـــ التزامات الدين المضمونة. و تستخدم هذه الأوراق أيضا لإعادة توجيه مدفوعات الفائدة والديون من مجموعة من الرهون العقارية لحملة الأسهم، وهذه المدفوعات تقسم إلى فئات مختلفة حسب درجة المخاطرة [7].

جـــ- التزامات الدين المضمونة CDO "Collateralized Debt Obligations" وهو مجمع قرضي، و يقوم على فكرة عدم اعتبار وعاء الرهن مجموعة واحدة من الرهون ذات آجال استحقاق 30 سنة، و تقسيمها إلى شرائح مستقلة بمجموعة من تواريخ الاستحقاق تتراوح من 1 إلى 30 عاما، تتفاوت درجات تصنيفها و هي ثلاثة شرائح رئيسية [8]: الشرائح الممتازة (صنف AAA) ، الشريحة البينية Mezzanine (AA to BB) ، الأسهم الخاصة (غير مقيم). ومنذ عام 1987 أصبحت وسيلة هامة لتمويل الأصول ذات الدخل الثابت. بعض وسائل الإعلام ألقت باللوم على هذه الأوراق و تعقيدات منتجاتها، و التضارب الكبير في تقييمها من طرف وكالات التصنيف الائتماني، بالتسبب في الأزمة المالية الراهنة [9]. فالمنتجات السالفة الذكر، كان هدفها رئيسي نقل و توزيع المخاطر على نطاق واسع حيث كان ضمان ذلك هو ازدهار سوق العقارات و الاقتصاد الأمريكي مستقبلا.

د- أسواق المعاملات خارج البورصات OTC (Over-the-counter Markets): و التي يتم من خلالها تداول الأدوات المالية العقارية خارج البورصة، و يكون التداول فيها ثنائيا بين العملاء و السماسرة، و لايتم الإفصاح عن أسعار و أحجام التداول، و لا تتسم عملياتها بالشفافية، كما لا توجد مراقبة للسوق للتحديد المراكز الكبيرة أو المعرضة للخطر، بسبب عدم وجود صناع للسوق، أو مؤشرات لقياس الأداء، أو أي طريقة لتحديد قيمة مختلف الشرائح [10].

2- تاريخ ظهور السوق الرهن العقاري الثانوي:

يقول ريتشارد دبليو. ران و هو خبير اقتصادي في معهد كيتو بواشنطن العاصمة أنه بدأت المشاكل عام 1938، إبان إدارة الرئيس الأمريكي الأسبق روزفلت، بالرغم من أن الإدارة والكونغرس قد توصلا إلى فكرة "مثيرة للإعجاب" آنذاك، وهي أن يتم توسيع الملكية الإسكانية من خلال إشراك الحكومة، فقد قاموا بإنشاء **الجمعية الفيدرالية للرهن العقاري الوطني**" The Federal National AssociationMortgage " . والمشهورة بـــ مؤسسة فاني ماي "Fannie Mae" ، ذلك بغرض شراء الرهون من البنوك كما كانت تفعل الشركات الخاصة، ولكن باستخدام دولارات دافعي الضرائب، وكان لدى "فاني ماي" ميزة عظيمة على اعتبار أن بإمكانها أن تقترض الأموال من الحكومة الفيدرالية بشكل أرخص مما تستطيع المؤسسات الخاصة أن تحصل على أموالها، مما أدى لاحتكار المؤسسة سوق الرهن الثانوية بسرعة تقريبا، أما البنوك التي كانت جيدة في إصدار الرهون فقد حبذت هذا الترتيب لأنه وفر لها سوقا جاهزة يتم به إعادة بيع الرهون مع الحصول على الربح. وكما كان متوقعا، فقد هبطت مستويات ومعايير الائتمان على مدى السنوات لأن أولئك الذين قاموا بتسيير أمور مؤسسة "فاني ماي" لم يستخدموا أموالهم الخاصة بهم بل استخدموا أموال دافعي الضرائب وكانوا قادرين على تبرير سلوكهم الهائم بشكل متزايد على أساس أنهم يعملون "عملا صالحا اجتماعيا" بفعل تيسير الأمور على الناس لكي يشتروا منازل لم يكونوا (هؤلاء الناس) في واقع الأمر يتمتعون بمصداقية ائتمانية [11].

وفي العام 1968 قامت الحكومة الفيدرالية بـــ "خصخصة" مؤسسة "فاني ماي" وبدأت بالطلـــب منها بأن تقوم بجمع رأس المال من أسواق القطاع الخاص ، ولكن بما أن كل فرد كان علـــى علـــم بـــأن الكونغرس سوف لن يسمح بإفلاس "فاني ماي" (وهو ضمان لا يتم بشكل صـــريح بـــل ضـــمنيا)، فـــإن موردي رأس المال من القطاع الخاص كانوا راغبين في تقاضي أجور من مؤسسة "فاني ماي" بمقـــادير أقل من المنافسين الآخرين لها نظرا لأن هؤلاء الموردين كانوا يشعرون -وهم علـــى صـــواب- بـــأن المخاطر كانت أقل ، وهكذا فقد أصبحت "فاني ماي" هي المحتكر الفعلي في ســـوق الـــرهن الثانويـــة ،

ولكن بدلا من أن يقوم أعضاء الكونغرس بتفكيك مؤسسة "فاني ماي" وتحويلها إلى مؤسسة خاصة على نحو حقيقي، قاموا في العام 1970 بتبني شركة أخرى هي **الشركة الفيدرالية للقروض الرهن المنزلية** "The Federal Home Loan Mortgage Corporation" و المشهورة بـ "فريدي ماك" (Freddie Mac) لتكون المنافس لها، وقد استمرت المؤسسات المالية التي قامت **بإصدار الرهون بالسماح للمعايير بالهبوط نظرا لوجود مشترين اثنين**، وبحلول العام 2002، قام بنك الاحتياطي الفيدرالي بعرض مقادير من الأموال غير محددة فعليا على البنوك بأسعار فائدة بلغت في بعض الأحيان حتى دون معدل التضخم، الأمر الذي أدى إلى دعم **الرخاء الإسكاني** بشكل مصطنع بفعل إصدار ما نسبته 100% من الرهون إلى مقترضين لا يتمتعون بمصداقية ائتمانية، كما أن بإمكان البنوك التي قامت بإصدار الرهون أن تقوم بعرض بيع خداعي لهذه الرهون العقارية شبه الممتازة على مؤسستي "فريدي ماك" و"فاني ماي" اللتين ستقومان بوضعها في "مجمعات" من الرهون العقارية، وهي التي بدورها سوف تباع إلى صناديق استثمارية وإلى عامة الجمهور على كونها استثمارات "رفيعة الدرجة" تتميز بأدنى حد من المخاطر المالية [12].

3 هيكلية سوق الرهن العقاري الأمريكي (الرئيسي و الثانوي): الشكل الموالي يوضح هيكل السوق الرئيسي و الثانوي لرهون العقارية أمريكية، الكيفية التي يتم بها عملية التوريق [13] به، و المأخوذ من تقرير شيلا بير (Sheila Bair) رئيس المؤسة التأمين على الودائع الفيدرالية الأمريكية [14] (The Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) في تقريرها أمام لجنة الخدمات المالية، في الكونغرس الأمريكي في 17أبريل 2007، المصطلحات المستخدمة في الشكل البياني رقم (1) أدناه هي كالآتي [15]:

3-1- المقترض (Borrower): و هو مشتري العقار، و الذي يقترض لشراء العقار السكني.

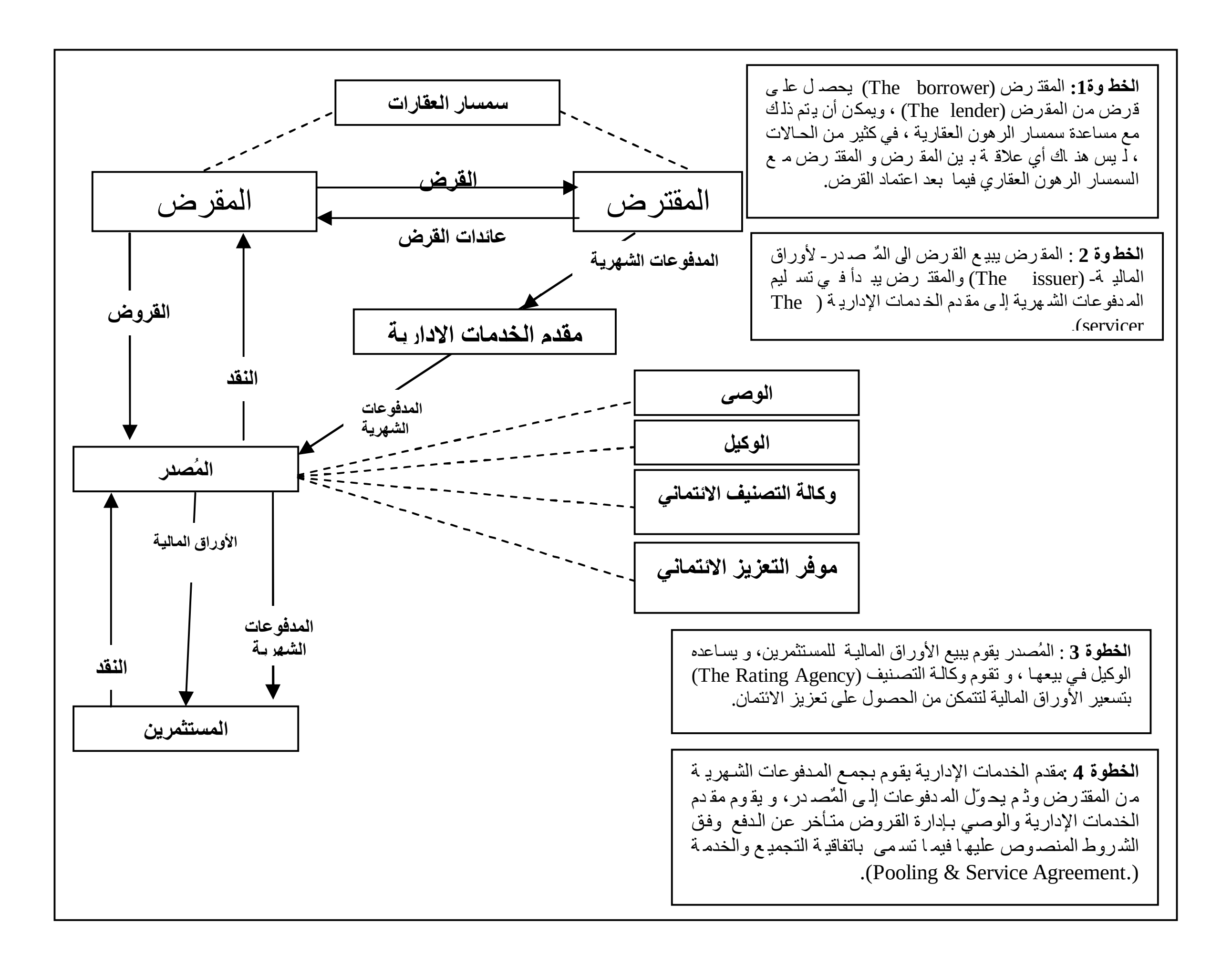
3-2- المُصدر (Issuer): هو كيان خاص غرضه إبعاد الإفلاس (A bankruptcy-remote special purpose entity - SPE) و تسمى كذلك بوسيلة ذات غرض خاصة (SPV) Special purpose vehicle ، من خلال تسهيل التوريق وإصدار الأوراق المالية للمستثمرين [إبعاد الإفلاس يعني أن لـSPE التزامات آمنة حتى لو كان المقرض أصبح في وضع معسرا، بسبب وضعه القانوني و هيكل ميزانيته، لذا لا تتأثر SPE وديون إصداراتها بالإفلاس المقرض].

3-3- المقرض (Lender): كيان مكون من الوكلاء و صناديق القروض الذين يقومون في نهاية المطاف ببيع إلى SPE لإدراجها في عملية التوريق، فالمقرضون يعوضون بقيمة القرض زائد الأتعاب، وفي بعض الحالات يعقد المقرض عقد مع سمسار الرهن العقارية، ويمكن أن يكون المقرضون بنوكاً أو المؤسسات غير بنكية.

3-4- سمسار الرهن العقاري (Mortgage Broker): يقوم بدور الوسيط بين المقترض و المقرض، و يحصل السمسار على إيراداته من رسوم القرض النهائي.

3-5- مقدم الخدمات الإدارية (Servicer): هو الجهة المسؤولة عن تحصيل مدفوعات القروض من المقترضين، ثم يتم تحويلها إلى مُصدر لتوزيعها على المستثمرين، عادة يقاضى أتعابه من خلال الرسوم على أساس حجم القروض، كما انه ملتزم إلى أقصى حد بجلب المدفوعات من المقترضين إلى المُصدر، ويكون كذلك مسؤولا عن التعامل مع المتأخرين عن تسديد القروض .

3-6- المستثمرون (Investors): هم مشترو مختلف الأوراق المالية التي أصدرت عن عملية التوريق، فالمستثمرون يوفرون التمويل للقروض، و يتحملون درجات متفاوتة من المخاطر الائتمان، استنادا إلى شروط شراء الأوراق المالية.



3-7- وكالة التصنيف الائتماني (Rating agency): تقوم بالتقديرات الأولية لمختلف الأوراق المالية التي يصدرها المٌصدر و تحديثاتها (من حيث القوة الائتمان و الربحية)، واستنادا إلى هذه التقديرات الأداء اللاحق والمخاطر المستشعرة، كما يكون لهذه الوكالات تأثير على الهيكل الأولي للأوراق المالية.

3-8- الوصي (Trustee): هو الطرف الثالث عيّن لتمثيل مصالح المستثمرين في عملية التوريق، فالوصي يضمن أن عملية التوريق تعمل على النحو المبين في الوثائق عملية التوريق، التي يمكن أن تتضمن تحديد معايير خدمات مقدم الخدمات الإدارية.

3-9- وثائق عملية التوريق (Securitization Documents): الوثائق تبين إنشاء عملية التوريق وتحديد الكيفية التي تعمل بها، من بين وثائق التوريق و وثيقة اتفاقية التجميع و الخدمة (Pooling & Service Agreement.)، وهو العقد الذي يحدد كيفية سيتم بها دمج القروض في عملية التوريق، وإدارة القروض وخدماتها وضماناتها، و استراتيجيات التخفيف الخسائر، كما تبين بماذا يقوم مقدم الخدمات الإدارية في حالة التخلف عن سداد القروض.

3-10- الوكيل(Underwriter): يدير إصدار الأوراق المالية للمستثمرين.

3-11- موفر التعزيز الائتماني (Credit Enhancement Provider): معاملات التوريق قد تشمل تعزيز الائتمان (تهدف إلى خفض المخاطر الائتمانية) المقدمة من قبل طرف ثالث مستقل في شكل خطابات اعتماد أو ضمانات.

4- بوادر و أسباب أزمة الرهن العقاري:

4-1- انكماش سوق الإسكان الأمريكي: كان الاقتراض من سوق الرئيسي و الثانوي للعقارات المساهم الرئيسي في حدوث زيادة في معدلات امتلاك المنازل والطلب على المساكن في الولايات المتحدة [16]، فقد ارتفاع معدل امتلاك المنازل من 64 % في عام 1994 (والذي بقي ثابتا منذ

1980) إلى ذروته في عام 2004 بـــ 69.2 % حسب مكتب التعداد الأمريكية التابع لوزارة التجارة الأمريكية، فبين عامي 1997 و 2006 زادت أسعار المساكن الأمريكية بمقدار 124 ٪ [17].

بعض أصحاب المنازل استغلوا الزيادة في قيمة ممتلكاتهم من أجل إعادة تمويل منازلهم مع انخفاض أسعار الفائدة وإخراج الرهن عقاري الثاني لاستخدام أمواله لإنفاق الاستهلاكي، و لكن الأمر لم يطل فقد انهارت أسعار المساكن الأمريكية، و ارتفعت نسبة المنازل الخالية والمعروضة للبيع بالولايات المتحدة إلى رقم قياسي آخر بالربع الأول من العام 2008.

ويعتبر سوق المساكن أحد المؤشرات الهامة لقياس حالة الاقتصاد الأمريكي، و بسبب إحجام المشترين رغم خفض المطورين العقاريين لأسعار المنازل الجديدة، ما تزال السوق في حالة انكماش لأنه لا أحد يعرف متى سيتوقف هذا الانخفاض [18].

4-2- دور المقترضين أو ملاك العقارات : يقول الاقتصادي الشهير جيفري ساش (Jeffrey Sachs) من جامعة كولومبيا "…. و مع موجة التضخم ازدهار قروض الإسكان ارتفعت أسعار المساكن نتيجة للإقبال على الشراء، الأمر الذي جعل البنوك تشعر بالأمان حين تمنح القروض لمن لا يملكون الضمانات الكافية. ففي النهاية كان بوسع البنك أن يستحوذ على المسكن إذا ما تأخر المقترض عن السداد، وبعد أن تكون قيمة المسكن قد ارتفعت، أو هكذا كانت النظرية. وكان نجاح هذه النظرية يتوقف بطبيعة الحال على استمرار أسعار المساكن في الارتفاع. ولكن بمجرد بلوغ الأسعار أعلى قمة لها ثم توجهها نحو الانحدار، أصبحت شروط الإقراض أكثر إحكاماً، واضطرت البنوك إلى استرداد المساكن من المقترضين المتخلفين عن السداد، ولكن بعد أن أصبحت قيمة المساكن لا تغطي قيمة الدين" [19]. كما زادت عدد المنازل المعروضة للبيع بالولايات المتحدة 75% العام 2007 بسبب أزمة قروض الرهن العقاري، وقالت شركة ريلتي تراك في تقرير إن عدد المنازل التي عرضت للبيع العام الماضي بلغت 2.2 مليون وهو ما يمثل نحو 1% من عدد المساكن بالولايات المتحدة كلها, بالمقارنة بـــ0.6% في 2006[20].

4-3- دور المؤسسات المالية: يقول الدكتور سعيد الشيخ كبير الاقتصاديين في البنك الأهلي التجاري السعودي عن دور المؤسسات المالية في الأزمة: " فقد اتسعت شهية المستثمرين الدوليين لسوق الإسكان بالولايات المتحدة، إذ ساهمت البنوك الاستثمارية من خلال أنواع جديدة من الهندسة المالية و التوريق بتشكيل أي نوع من أدوات الدين في أصول يتم بيعها وشراؤها على مستوى العالم، وللأسف فإن الكثير من هذه الديون كانت قروض عالية المخاطر لمشتريي المنازل من ذوي الائتمان الضعيف أو محدودي الدخل، حيث يطلق عليهم المقترضين ذوي الملاءة المالية المتدنية. ولجعل هذه الأوراق المالية أكثر جاذبية لمتجنبي المخاطر مثل البنوك، أدمجت هذه القروض العالية المخاطر مع قروض أخرى من المفترض أن تكون أكثر جودة، في أدوات مالية يطلق عليها التزامات الدين المضمونة CDO حيث اندفع المستثمرون من جميع أنحاء العالم لشراء هذه الأدوات المالية إن تركيبة هذه الرهون العقارية المتدنية الجودة كانت كارثية من الأساس حيث كانت تسعر بفائدة بسيطة و ثابتة خلال السنتين أو الثلاث سنوات الأولى وذلك عندما كانت أسعار الفائدة متدنية في بداية الألفية، على أن يتم إعادة تسعير هذه الرهونات تبعاً لمستويات الفائدة السائدة بعد ذلك، ومع ارتفاع أسعار الفائدة خلال السنتين الماضيتين ومن ثم تباطأ الاقتصاد الأميركي، فقد تبع ذلك تراجع في أسعار المساكن، حيث قفزت معدلات تعثر الرهون العقارية بشكل كبير (15%). "[21].

4-4- دور التوريق(Securitization) : و هي عمليات التمويل المهيكلة للأصول، يتم تحويل فيها الدين إلى أوراق مالية قابلة للتداول، بحيث ينقل الخطر إلى طرف ثالث، و تقوم البنوك بتوزيع مخاطرها على غيرها لقاء هامش فائدة إضافي كانت تفرضه على المقترضين، و لكن عندما انفجرت الفقاعة الإسكان بوصول القروض المكشوفة إلى حدود غير محتملة للبنوك، و اكتشاف الكم الهائل من صكوك التوريق الخاصة بالديون العقارية غير قابل للبيع و لا قيمة لها، كان الأمر بمثابة العاصفة الهوجاء التي أطاحت بعشرات البنوك الأمريكية و التي تعصف بالاقتصاد العالمي كله، وكانت مشكلة

البنوك أنها اكتشفت فجأة أنها تملك من صكوك رديئة (أو الأصول المسمومة) و خسائر تقدر بمليارات الدولارات [22].

4-5- دور سماسرة الرهن العقاري: ووفقا لدراسة أجرتها شركة بحثية واستشارية في الرهن العقارية (Wholesale Access Mortgage Research & Consulting Inc) أنه في عام 2004 أنشئ سماسرة الرهن العقاري 68 ٪ من جميع القروض السكنية في الولايات المتحدة ، و 42.7% من الرهون الثانوية (Subprime) و القروض من نوع البديل "أ"(Alt-A loans[23]) [24]. أي أن السماسرة استفادوا من ازدهار قروض و أسعار المنازل، ولكنهم لم يفعلوا ما يكفي لبحث ما إذا كان سيدد المقترضون أم لا.

4-6- دور وكالات تصنيف الائتمان : تعرض هذه الوكالات لحملات نقد واسعة، على خلفية مساهمتها في تصنيف الجيد لقروض العقارية الثانوية، و لكن في 25 أكتوبر2007 خفضت وكالتا التصنيف الائتمانية الدولية موديز وستاندرد آند بورز تصنيف 3300 صك من أعمال التوريق التي تهدف إلى توفير القروض لتمويل شراء الوحدات السكنية والتي نشأت بصفة أساسية خلال العامين 2005 و2006، بقيمة 50-60 مليار دولار أمريكي، ومن المتوقع استمرار تخفيض درجات التصنيف خلال عام 2008 نظرا لاستمرار حالة التدهور في سوق الرهن العقاري الأمريكي، و يقل إصدار الأوراق المالية المضمونة بالأصول بنسبة 31% مقارنة بالعام 2006، ويرجع ذلك بصفة أساسية إلى تدهور القطاع العقاري بنسبة تزيد على 50%[25].

4-7- دور الحكومة الأمريكية: بسبب الهاجس الأمني و الحروب الأمريكية في العراق و أفغانستان، التي تعدت تكلفتها حسب الحائز على جائزة نوبل للاقتصاد جوزيف ستجليز ثلاث تريليونات دولار أمريكي [26]، و نفقاتها الباهظة التي رفعت الدين لمستويات قياسية و العجز الميزانية الأمريكية الذي سيبلغ عام 2009 ما بين 1700 و1800 مليار دولار [27]، و انخفاض مستمر لسعر الدولار، أثر في ارتفاع أسعار أسواق السلع كالبترول، و المواد الغذائية و المعادن الثمينة المقومة بالدولار خلال 2006، هذا كله جعل الحكومة تغفل الشؤون الداخلية، وعلى رأسها انهيار أسعار العقارات الأمريكية في عام 2006، و الذي تمخض عنه هذه الأزمة الحالية.

5- آليات تكوّن الأزمـــة : الشكل التالي رقم (2)يبين كيفية تكون أزمـــة الـــرهن العقـــاري ، و يمكـــن تلخيصها كما يلي [28]:

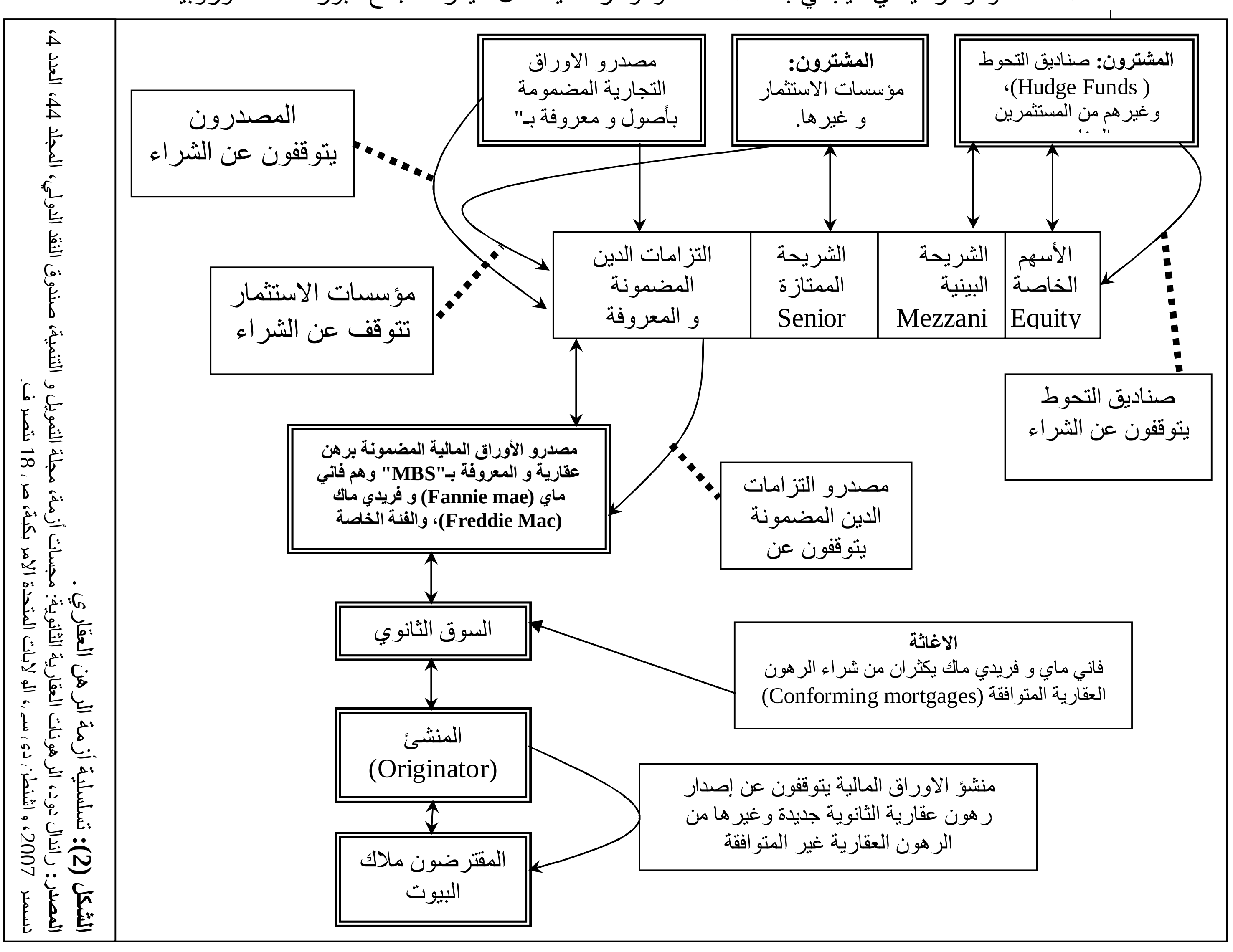
- ضربت الأزمة في أوت 2007، قبل نحو عام من انهيار بنك الاستثمار العريقة ليمان براذرز.
- تم خلالها تسييل MBS ، في نفس الوقت سعى ذوو الاستدانة العالية مثل صناديق التحوط (Hedge Funds) إلى تصحيح مراكزهم، والذين تركوا في مراكزهم الخاسرة، في ظل غياب مؤشر لقياس الأداء و الشفافية في أسواق OTC ، و بإضافة إلى الخسائر الكبيرة توقف التداول.
- توقفت صناديق التحوط، و مؤسسات الاستثمار، و مصدرو الأوراق التجارية المضمونة بأصول،...وغيرها عن التعامل، إذ لم يعود هناك سوق لـــ CDO.
- أما مصدرو CDO لم يتمكنوا من بيع ما لديهم منها، و كما توقفوا عن الإصدارات الجديدة، و شراء MBS الجديدة (لأن MBS تورق إلى CDO).
- مصدرو MBS، وأهمهم Fannie Mae و Freddie Mac توقفوا عن شراء الرهون العقارية الغير المتوافقة أو رديئة من السوق الثانوي (السوق الذين تباع فيه الرهون العقارية الثانوية)، و تشدد في معايير الرهون العقارية الثانوية.
- و في ظل غياب المستثمرين عن السوق الثانوية، لم يتمكن منشئ الرهون العقارية الثانوية من بيع القروض التي ابرموها، و بسبب أن عدد كبير منهم مؤسسات رؤوس أموالها هزيلة، عجز المنشؤون عن تحمل رصيد الرهون العقارية التي أصدورها، كما توقفوا عن منح قروض جديدة، و خاصة القروض الثانوية.

- لم يتمكن مشترو المنازل المرتقبون من الحصول على تمويل أو إعادة تمويل بسبب الأزمة و نقص السيولة.

- أما ملاك المنازل ذوو الجدارة الائتمانية الضعيفة (وهم الأغلبية)، فقد توقفوا عن سداد الأقساط منازلهم، بسبب ارتفاع معدلات الفائدة خلال 2006 -2007 ، مما أدى إلى تعثر دفعات المستثمرين من أوراق MBS و CDO و غيرها من الأدوات المالية العقارية.

6- أبرز آثــار و تداعيات الأزمة:

6-1- تأثير على الأسواق المالية: أدت الأزمة إلى انهيار عام للأسواق المالية العالمية، فمثلا خلال الفترة ما بين 3 سبتمبر 2008 و 22 أكتوبر 2008، تراجع مؤشر داو جونز للأسهم الـــ30 الممتازة بـــ 26.1% من قيمته، مؤشر S&P الأمريكي بـــ 29.7%، و مؤشر ناسداك لشركات التكنولوجية بـــ 30.8%، ومؤشر نيكاي الياباني بـــ 31.6%، ومؤشر الفايناننشال تايمز المجمع للبورصات الاوروبية



الشكل (2): تسلسلية أزمة الرهن العقاري .

المصدر: راندال دود، الرهونات العقارية الثانوية: مجسات أزمة، مجلة التمويل و التنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 44، العدد 4، ديسمبر 2007، و اشنطن، دي، سي، الو لايات المتحدة الأمر يكية، ص 18 ، بتصر ف.

بـــ32.1% [29]. كذلك ساهمت الأزمة في المضاربة المالية للسلع الآجلة، في أعقاب انهيار أسواق المشتقات المالية، مما أدت إلى ارتفاع سعر العالمي للأغذية و أزمة الزيادات في أسعار النفط [30].

6-2- تأثير على المؤسسات المالية: كثير من البنوك، و مؤسسات الرهن العقاري، و شركات التأمينات، و الصناديق التحوط، عانت من خسائر كبيرة نتيجة لتخلف عن دفع الرهن العقاري أو تخفيض قيمة الرهن، الجدول التالي يعرض أكبر الخاسرين من أزمة الرهن العقاري (إلى غاية أوت 2008).

البنوك الأولى المتأثرة بالأزمة	الخسائر (إلى غاية أوت 2008)	مصير المدراء التنفيذيين (CEO)	انخفاض في سعر السهم %
Citigroup	54.6	استبدل	- 58 %
Merrill Lynch	51.8	استبدل	- 62 %
UBS	38.2	استبدل	- 63 %
HSBC	27.4	باق	- 6 %
Wachovia	22	استبدل	- 61 %
Bank of America	21.2	باق	- 31 %
IKB	15.9	استبدل	- 83 %
Royal Bank of Scotland	15.2	باق	- 53 %
Washington Mutual	14.8	باق	- 86 %
Morgan Stanley	14.4	باق	- 30 %

Source: **Bank losses, Hall of shame**, Finance & Economics, Economist Magazine, 07/08/2008, Retrieved from: http://www.economist.com/finance/displaystory.cfm?story_id=11897636

- لم تسلم من هذه الخسائر الضخمة في قطاع البنوك سوى المؤسسات البنكية الاسلامية، التي تحرم إعادة بيع الدين، بإضافة للأسباب التحريم التقليدية .
- قدرت صندوق النقد الدولي خسائر الأزمة المالية إلى غاية ابريل 2009 بأنها ستكلف أكثر من 4 تريليون دولار وإن الأضرار التي لحقت بالنظام المالي العالمي ستستمر لعدة سنوات[31].
- و أكد رئيس الاحتياط الفدرالي بين برنانكي أمام الكونجرس بأنه إذ لم تتبع الحكومة السياسات المناسبة، فإن الركود الذي يشهده الاقتصاد الأمريكي حاليا قد يتواصل إلى عام 2010 [32].

6-3- تأثير على أصحاب المنازل و سوق الإسكان: من المتوقع أن أسعار المساكن تستمر في الانخفاض بسبب الفائض في العرض المنازل، و سيستمر الانخفاض إلى مستويات أكثر نموذجية، كما أن الأدوات المالية من نوع MBS و CDO ستستمر في الخسائر حتى يتم تحقيق الاستقرار في أسعار المساكن[33]، كما أن هذا انخفاض في أسعار المساكن جاء في أعقاب ارتفاع أسعار المساكن الناجمة عن المضاربة و إعادة التمويل في السنوات السابقة.

6-4- تأثير على شركات التأمين: هناك قلق من أن بعض أصحاب البيوت قاموا بإشعال الحرائق المتعمدة كوسيلة للهروب من الرهون العقارية، أو أنهم يرفضون الدفع، لتلقى في النهاية على عاتق شركات التأمين، و حسب تقارير FBI تفيد بأن إشعال الحرائق عمدا نما بنسبة 4 ٪ في الضواحي والمدن 2.2 ٪ في الفترة من 2005 إلى 2006 [34]. كما أن شركات التأمينات قامت بتقديم تأمينات على الأدوات المالية العقارية مثل أداة CDS - Credit defaults swaps - مبادلة التخلف عن السداد، لتأمين المستثمرين من مخاطر عدم السداد، و مع الأزمة الحالية تعاظم خسائر هذا القطاع، مثل ما حدث لشركة AIG عملاق التأمينات الأمريكي، و التي كان إفلاسها لو حدث، قد يؤدي إلى كارثة مالية عالمية لا يعرف تبعاتها، و تفوق ما أحدثه انهيار بنك ليمان برادرز بكثير.

6-5- تأثير على فرص العمل في القطاع المالي: ووفقا لبلومبرغ Bloomberg [35] قامت المؤسسات المالية في الفترة من يوليو 2007 إلى مارس 2008 بتسريح أكثر من 34000 موظف، مثلا Citigroup 6200 وظيفة، Lehman Brothers 4990 وظيفة، Bank of America 3650 وظيفة، Morgan Stanley 2940 وظيفة، Merrill Lynch 2220 وظيفة [36].

6-6- تأثير على الاقتصاد العالمي: لقد أدت أزمة سوق الرهن العقاري إلى إثارة المخاوف من نشوء ركود طويل في الولايات المتحدة الأمريكية، وهو عامل سلبي جداً له تأثير على معدلات نمو الاقتصاد العالمي، وهذا ما أثار مسألة أكبر تتعلق بمدى ارتباط العالم بالاقتصاد الأمريكي، فحسب صندوق النقد الدولي انخفض معدل النمو العالمي إلى 5% عام 2007، و إلى 3.9% عام 2008، و إلى 3% عام 2009، أما منظمة العمل الدولية فإن الأزمة أدت إلى زيادة معدل البطالة العالمية من 6% عام 2007 إلى 6.1% عام 2009 أي 210 ملايين عاطل [37]، و يبقى الأمل الآن في مجموعة دول "بريك" BRIC (البرازيل ، روسيا ، الهند والصين) التي كونت كتلة اقتصادية كبيرة خلال الفترة 2000 – 2005 [38]. و التي تعول عليها في إعادة بعث الاقتصاد العالمي.

إن التراجع الاقتصاد الأمريكي القاطرة المحركة للاقتصاد العالمي، يعنى تراجع في الطلب الأمريكي على الطاقة و المواد الأولية و البضائع من الأسواق العالمية و ارتفاع معدلات البطالة الأمريكية (إذ تعدى معدل البطالة 7% يعني دخول الاقتصاد في ركود)، و تضرر كبير لعدة دول كاليابان و الصين و الدول المنتجة للنفط، و التي تعتبر الولايات المتحدة أهم أسواقها، كما أدت الأزمة إلى عدم الثقة و الخوف من انهيار نقدي عالمي، و إلى شبه إفلاس لدول مثل ايسلاندا، باكستان، بلاروسيا، و أكثر بلدان المتأثرة بالأزمة هي الولايات المتحدة الأمريكية، و بريطانيا و اسبانيا.

كما أعلنت العديد من الشركات الصناعية و الخدماتية كصناعة السيارات و التعدين و الطيران، و السياحة...وغيرها، عن عزمها تقليص نشاطاتها أو إيقاف خططها التوسيعية بسبب الأزمة والركود الاقتصادي.

7- أبرز الإجراءات لمعالجة الازمة:

7-1- إجراءات الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي و البنوك المركزية العالمية: يلخص أهم أهداف هذه الهيئات رئيس الاحتياطي الفيدرالي في أوائل عام 2008: " على نطاق واسع ، سيتبع الاحتياطي الفيدرالي مسارين وهما: الجهود الرامية إلى دعم السيولة في السوق، والسعي والعمل من أجل تحقيق أهداف الاقتصاد الكلي من خلال السياسة النقدية، ما بين 18 سبتمبر 2007- 30ابريل2008 خفض الاحتياطي الفيدرالي معدل الفائدة من 5.25 ٪ إلى 2 ٪ [39]. و إلى مابين صفر إلى 0.25 % في 16 سبتمبر 2009، لأول مرة في تاريخ الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي[40].

كما قامت كل من بنوك المركزية الامريكية و الأوربية و اليابانية و البريطانية و عدة دول حول العالم بضخ مليارات الدولارات لدعم السيولة في الأسواق المالية.

7-2- إجراءات وكالات التصنيف الائتماني: لقد تم اتهام هذه الوكالات بتسبب في أزمة الرهن العقارية، مما خلال عدم الشفافية في تصنيف السندات و الأدوات المالية بالمتعلقة برهن العقاري. و لقد بدأت هذه الوكالات اتخاذ إجراءات لمعالجة الفعلية لتضارب المصالح، بما في ذلك برامج المراجعة الداخلي، و معايير جديدة للتصنيف الائتماني، ومراجعة عمليات التصنيف من طرف ثالث [41].

7-3- إجراءات الاقتصادية و القانونية: قام المشرعون في إعادة النظر في إجراءات الإقراض، وحماية من الإفلاس، والسياسات الضريبية، وتقديم المشورة الائتمانية، وإصدار التراخيص والمؤهلات للمقرضين، كما بأن حكومات الدول الصناعية قامت بوضع خطط إنقاذ لاقتصادياتها بمليارات الدولارات.

من أبرز هذه الإجراءات إقرار الخطة الأمريكية للإنقاذ (خطة بولسون) بقيمة 700 مليار دولار أمريكي، تعطي هذه الخطة للحكومة صلاحيات واسعة لشراء القروض المعدومة من أية مؤسسة مالية

أمريكية في العامين القادمين[42]. و بعدها خطة أوباما للإنقاذ بقيمة 838 مليار دولار لجم الركود الاقتصادي و دعم النظام البنكي الأمريكي و ملاك المنازل[43].

- **خطة تحرك أو خطة النقاط الخمس** [44]: اتفق وزراء المالية وحكام المصارف المركزية في دول مجموعة البلدان الصناعية السبع الكبرى في واشنطن على «خطة تحرك» من خمس نقاط، تهدف إلى إعادة الثقة بعد أسبوع أسود 3-10 أكتوبر 2008 من الانهيارات في أسواق المال في العالم، و اتفقوا على أن الوضع الحالي يتطلب تحركا عاجلا واستثنائيا، نتعهد مواصلة العمل معا لإحلال الاستقرار في الأسواق المالية وإعادة تدفق الأموال من أجل دعم النمو الاقتصادي العالمي، و النقاط هي:

1- اتخاذ إجراءات حاسمة واستخدام كل الأدوات المتوفرة لدينا لدعم المؤسسات المالية ذات الأهمية في النظام ومنع إفلاسها.

2- اتخاذ كل الإجراءات اللازمة لتحرير الاعتماد والأسواق النقدية والتأكد من وصول المصارف والمؤسسات المالية بشكل واسع إلى السيولة ورؤوس الأموال.

3- العمل على أن تتمكن مصارفنا وغيرها من المؤسسات المالية الوسيطة الكبرى، في حال الضرورة، من جمع رساميل من المصادر العامة والخاصة على حد سواء وبمبالغ كافية لإعادة الثقة والسماح لها بمواصلة إقراض العائلات والشركات.

4- العمل على أن تكون برامجنا الوطنية لضمان الودائع المصرفية متينة ومتجانسة بما يسمح للمودعين الصغار مواصلة ثقتهم في سلامة ودائعهم.

5- اتخاذ قرارات في الوقت المناسب لإنعاش سوق الرهن العقاري الثانوية وغيرها من الأصول. ومن الضروري إجراء عمليات تقييم دقيقة ونشر معلومات شفافة عن هذه الأصول وتطبيق معايير مناسبة للمحاسبة.

7-4- **تحقيقات قضائية**: حول مخالفات في الإقراض المرتفع المخاطر التي قام بها مكتب FBI، مع 14 شركة مالية قد تفضي إلى توجيه تهم مدنية أو جنائية، ومن بين المؤسسات المستهدفة بالتحقيق "ميريل لينش" و"مورغان ستانلي" و"بير ستيرنز" وشركة "أم بي أي إي" وغيرها، ويركز المكتب على مخالفات تشمل الاحتيال المحاسبي، والتداول على أساس معلومات غير متاحة للغير [45]. كما زاد عدد عملاء المكتب المتخصصين في الجرائم المتصلة الرهن العقاري بنسبة 50 % بين عامي 2007 و 2008 [46].

8- آثار الأزمة المتوقعة على الجزائر: رغم التطمينات وزير المالية كريم جودي بأن الحكومة الجزائرية مستعدة لمواجهة أي طارئ لوجود صندوق ضبط الإيرادات، و استبعد وزير الطاقة والمناجم الجزائري رئيس منظمة الدول المصدرة للنفط (أوبك) تأثر بلاده بانخفاض أسعار النفط لمدة لا تقل عن سنتين لأن احتياطياتها من النقد الأجنبي تجاوزت 133 مليار دولار [47]، و قول رئيس الحكومة السيد أويحيى أن "النظام الاقتصادي و المالي الجزائري في منأى اليوم و إلى غاية الخمس سنوات بل الــ10 سنوات المقبلة عن الأزمة المالية العالمية في تركيباتها الحالية طالما أن نظامنا لم يتطور في اتجاه التوفر على بورصة مندمجة تماما في السوق المالية الدولية" [48]، إلا أن الجزائر يمكن أن تتأثر بطريقة غير مباشرة من جراء تراجع أسعار النفط إلى المستويات دنيا، إذ يتوقع بنك الاستثمار الأمريكي غولدن سكس أن يصل سعره إلى أقل من 50 دولار للبرميل، هذا يعني احتمالية تكرار سيناريو أزمة 1986 النفطية التي تمخضت عنها أزمة اقتصادية و اجتماعية سنة 1988م؛ و حسب الخبير الاقتصادي الجزائري عبد الرحمن مبتول أن أسعار النفط إذ تراجعت إلى دون 60 دولار للبرميل يهدد بتوقف المشاريع الكبرى في الجزائر، كما بين أن 43 مليار دولار معرضة للتبخر بسبب توظيفها في سندات الخزينة الأميركية بفائدة لا تتعدى 2%، و قد توقع أن تخسر الجزائر ما يقارب 30% من تلك السندات لو قامت بسحبها وبيعها [49]، و من بين سيناريوهات المحتملة للازمة تدهور سعر الدولار أمريكي نتيجة الأزمة و الركود الاقتصادي الأمريكي، تراجع القيمة الحقيقي للأرصدة و الاحتياطات المالية الدولارية الجزائرية، هذا العامل مجتمعاً مع تراجع في الطلب و انخفاض أسعار النفط ، قد يؤدي إلى تراجع قدرة الحكومة على الإنفاق على المشاريع الكبرى، و تمويل المستوردات الجزائرية الباهضة و المقومة باليورو، مما يزيد من احتمالية دخول الجزائر في دوامة المديونية الخارجية من

جديد، ما لم تستفيد الجزائر من أرصدتها في الخارج و في صندوق ضبط الإيرادات، و اغتنام هذه فترة لشراء أصول في شركات و مؤسسات عالمية كبرى متعثرة بدلا من شراء سندات الخزينة الأمريكية، و من السيناريوهات المحتملة كذلك تخفيض سعر صرف الدينار الجزائري، نتيجة تدني الاحتياطات النقدية الجزائرية، كما ستشهد ربما البنوك المحلية تراجع في القروض الاستهلاكية و الاستثمارية الممنوحة، و تشديد في ضماناتها، و كذلك تراجع تحويلات المغتربين نحو الجزائر، بإضافة المشاكل الاقتصادية و الاجتماعية التي سيعانيها المجتمع الجزائري، شأنه في ذلك شأن بقية دول العالم.

- **الخاتمة**:

أدت الأزمة المالية الحالية إلى نوع من التعاون الدولي، لإصلاح النظم النقدية و المالية في العالم، وكذا الحيلولة دون الانهيار الشامل للاقتصاد العالمي، و كانت بكورة ذلك خطط إنقاذ بمليارات الدولارات، و استصدار قوانين جديدة أكثر صرامة لتسيير النظم البنكية حول العالم، و لكن تبقى علامة استفهام حول مستقبل هذه الأزمة و تداعياتها الحقيقية على المدى الطويل، و الآثار الحقيقية على اقتصاديات الصناعية، و مستقبل التنمية في الدول النامية، و أسواق السلع الأساسية، و خطط الأمم المتحدة للقضاء على الفقر و الجوع و المرض في العالم، و كذا حجم أزمات الاجتماعية و الأمنية التي ستنجر عنها، فكل المؤشرات مفتوح على كافة الاحتمالات، وهذا يستوجب على دول العالم بصفة عامة و الجزائر بصفة خاصة وضع خطط احترازية في أقرب وقت ممكن، و تلافي قدر الإمكان آثار الأزمة، و كذا ضرورة مراجعة القضايا المتعلقة بإدارة مخاطرة السيولة في اتفاقية بازل2، ووضع آليات لدعم النمو و قضاء على البطالة، و زيادة الشفافية و الرقابة و العابر للحدود في النظم البنكية، و خلق آليات للإنذار المبكر للازمات المالية، و إصلاح نظم التصنيف الائتماني، و زيادة التعاون الدولي و تفعيل دور الصناديق السيادية العالمية في حل هذه الأزمة.

1- نقصد **بسيولة السوق** أي القدرة على شراء و بيع الأصول بتغير مصاحب بسيط في السعر، أما **سيولة التمويل** يقصد بها أي قدرة المؤسسة ذات الملاءة المالية على أداء المدفوعات المتفق عليها في الوقت المحدد لها.

2- راندال دود، **الرهونات العقارية الثانوية: مجسات أزمة**، مجلة التمويل و التنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 44، العدد 4، ديسمبر 2007، واشنطن دي سي، الولايات المتحدة الامريكية، ص 18 بتصرف.

3- "باريبا" يعيد فتح صناديق العقارات الأمريكية المجمدة، صحيفة الاقتصادية الالكترونية، 2007/08/24، على المسار:
http://www.aleqtisadiah.com/news.php?do=show&id=92378&archivedate=2007-08-24

4- **امريكا: مصرف ليمان برادرز يعلن إفلاسه ويطلب الحماية**، اقتصاد و أعمال، BBC، 15 /2008/09 ، على المسار:
http://news.bbc.co.uk/hi/arabic/business/newsid_7615000/7615986.stm

5- http://www.investopedia.com/terms/s/subprime_mortgage.asp

6- عبيد على أحمد الحجازي،" **التوريق و مدى أهميته في ظل قانون الرهن العقاري**"، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2001، ص4، بتصرف.

7- http://www.investopedia.com/terms/m/mbs.asp

8- عبيد على أحمد الحجازي، مصدر سبق ذكره، ص40، بتصرف.

9- http://en.wikipedia.org/wiki/Collateralized_debt_obligation

10- راندال دود، **الرهونات العقارية الثانوية: مجسات أزمة**، مصدر سبق ذكره، ص 18 بتصرف.

11- ريتشارد دبليو. ران، **أزمة الرهن العقاري وأسبابها**، مصباح الحرية، 9 /01/ 2008، على المسار:
www.misbahalhurriyya.org/content/view/426/38، بتصرف .

12- نفس المرجع السابق.

13- **التوريق المصرفي** Securitization هو أداة مالية مستحدثة تفيد قيام مؤسسة مالية بحشد مجموعة من الديون المتجانسة والمضمونة كأصول، ووضعها في صورة دين واحد معزز ائتمانيا ثم عرضه على الجمهور من خلال منشأة متخصصة للاكتتاب في شكل أوراق مالية، تقليلا للمخاطر، وضمانا للتدفق المستمر للسيولة النقدية للبنك، لذلك يتمثل مصطلح التوريق (التسنيد) في تحويل القروض إلى أوراق مالية قابلة للتداول Marketable Securities أي تحويل الديون من المقرض الأساسي إلى مقرضين آخرين، بصفة عامة عملية التوريق هي تؤدي إلى تحويل القروض من أصول غير سائلة إلى أصول سائلة.

14- **مؤسسة التأمين على الودائع الفيدرالية** هدفها صون وتعزيز الثقة العامة في النظام المالي الأمريكي عن طريق تأمين الودائع في البنوك ومؤسسات الادخار الأكثر من 100000 دولار، من خلال تحديد و رصد ومعالجة المخاطر صندوق الوادئع المؤمنة ؛ و الحد من تأثيرها على الاقتصاد والنظام المالي عند أي إفلاس بنك أو مؤسسة ادخار، وهي مؤسسة مستقلة عن حكومة الفيدرالية الأمريكية أنشئت في عام 1933، ومن المؤمل أن تساعد هذه في ضمان الودائع خلال الازمة الحالية، لمزيد من التفصيل أرجع للموقع المؤسسة: www.fdic.gov

15- Statement of Sheila C. Bair, Chairman, Federal Deposit Insurance Corporation on Possible Responses to Rising Mortgage Foreclosures before the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives; 2128 Rayburn House Office Building, The Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) , April 17, 2007, Retrieved From: http://www.fdic.gov/news/news/speeches/archives/2007/chairman/spapr1707.html

16 - **معدل امتلاك المنازل**(%)= (الوحدات السكنية المشغولة من الملاك ÷ إجمالي الوحدات السكنية المشغولة) × 100

17- Robert R & Linda B. Cavanaugh. U.S. Census Bureau News, U.S. Department of Commerce Washington., October 26, 2007, Retrieved From: http://www.census.gov/hhes/www/housing/hvs/qtr307/q307press.pdf

18-**ارتفاع عدد المنازل المعروضة للبيع بالولايات المتحدة**، الاقتصاد و الاعمال ، الجزيرة نت، بتاريخ 2008/04/28، على المسار: http://www.aljazeera.net/NR/exeres/801FBC26-C619-4C78-A198-0E79557701B8.htm

19 - جيفري ساش، **جذور الأزمة المالية الأميركية**، جريدة الغد بالتنسيق مع بروجيكت سنديكيت، 2008/03/23 على المسار: http://alghad.dot.jo/index.php?article=8493

20 - **المنازل الأميركية المعروضة للبيع زادت 75% في 2007**، الاقتصاد و الأعمال، من موقع الجزيرة، 2008/01/30 على المسار: http://www.aljazeera.net/NR/exeres/13BDA5F8-9C58-4031-8CA9-99EAB87A2248.htm

21 - سعيد الشيخ ، **أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة**.. أثارها على القطاع المالي، صحيفة الشرق الاوسط، العدد 10556 ، 2007/10/23.

22 - **سيناريوهات نهاية مشاكل الرهن العقاري**، صفحة العقارات، جريدة الشرق الاوسط، العدد 10770، 24 مايو 2008.

23 - Alt-A loans من حيث المخاطر تقع بين الرهن الرئيسية (Prime) و الثانوي (subprime) هذه الأنواع من القروض هي جذابة للمقرضين لأن معدلات الفائدة أعلى من معدلات على قروض الرهون الرئيسية و الثانوية .

24- **New Research About Mortgage Brokers Published** ,28/07/05, Retrieved from: http://66.225.31.160/?p=54

25 - **آخر الأخبار وأحداث التوريق**، يومية القبس الكويتية، 2007/12/23، على المسار: http://www.alqabas.com.kw/Final/NewspaperWebsite/NewspaperPublic/ArticlePage.aspx?ArticleID=344059

26 - علي الطالقاني، **ملف تخصصي: 12 مليار دولار شهريا تكلفة الحرب على العراق**، مؤسسة النبأ، للثقافة والإعلام، 11 آذار 2008، على المسار: http://www.annabaa.org/nbanews/69/160.htm

27 - **مجلس الشيوخ الأمريكي يوافق على قانون لمكافحة الاختلاس في النظام المالي**، صحيفة الاقتصادية الالكترونية السعودية، 2009/04/30، العدد 5680، على المسار: http://www.aleqt.com/2009/04/30/article_222897.html

28 - راندال دود، **الرهونات العقارية الثانوية: مجسات أزمة**، مصدر سبق ذكره، ص 19 بتصرف.

29 - أحمد النجار، **الأزمة المالية الامريكية و العالمية و إعادة الاعتبار لدور الدولة و للنموذج الاشتراكي**، كراسات استراتيجية، مركز الأهرام للدراسات السياسية و الإستراتيجية، العدد194، ديسمبر 2008، ص16.

30- Iain Macwhirter," **The trading frenzy that sent prices soaring**", newstatesman, 17 April 2008, retrieved from: http://www.newstatesman.com/world-affairs/2008/04/haiti-food-price-commodities

31 - صندوق النقد: **الأزمة المالية ستكلف 4 تريليون دولار**، اقتصاد و أعمال، BBC ، 21/04/ 2009، على المسار: http://news.bbc.co.uk/hi/arabic/business/newsid_8010000/8010815.stm

32 - برنانكي: الركود قد يستمر الى عام 2010، اقتصاد و أعمال، BBC ، 2009/02/24، على المسار: http://news.bbc.co.uk/hi/arabic/business/newsid_8010000/8010815.stm

33- ALAN GREENSPAN, " **The Roots of the Mortgage Crisis Bubbles cannot be safely defused by monetary policy before the speculative fever breaks on its own**", The wall street journal, 12/11/2007, Retrieved from: http://opinionjournal.com/editorial/feature.html?id=110010981

34- Jon Birger,"**Will foreclosures spark an arson boom?**",CNNMoney, 01/01/2008, Retrieved from: http://money.cnn.com/2008/01/09/news/economy/birger_arson.fortune/

35 - مؤسسة إعلامية أمريكية مرموقة، تخص بنشر أخبار المال و الأعمال، و بيانات الشركات، و توقعات و التحليلات الاقتصادية، و بيانات البورصات العالمية، و تعد أقوى و أهم في مجالها و تتفوق على وكالة طومسون رويترز المشهورة.

36- Yalman Onaran, " **Wall Street Firms Cut 34,000 Jobs, Most Since 2001 Dot-Com Bust** " ,Bloomberg, 24/03/2008, Retrieved form: http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=aTARUhP3w5xE&refer=home

37- عبد الفتاح الجبالي، **الأزمة المالية العالمية و انعكاساتها على الاقتصاد المصري**، كراسات استراتيجية، مركز الاهرام الدراسات السياسية و الاستراتيجية، العدد 193، نوفمبر 2008، ص30.

38- حلقة المركز النقاشية يناقش تحديات إدارة الثروات في عام 2008، المركز المالي الكويتي "المركز" ، 2008/01/22، على المسار: http://www.markaz.com/DesktopModules/System/HTMLText_Attachments/Markaz%20Panel%20Discussion%20-%20Arabic%20Press%20Release.doc.

39 - Chairman Ben S. Bernanke, "**Financial Markets, the Economic Outlook, and Monetary Policy**", Board of Governors of Federal Reserve System, 10/01/2008, Retrieved from:
http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20080110a.htm

40 - **الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي يخفض الفائدة بين 0 و0.25 في المائة**، CCN العربية، 09/01/16 ، على المسار: -http://www
cgi.cnn.com/arabic/2008/business/12/17/euro.pound_rates/index.html

41- لمزيد من التفاصيل عن هذه الاجراءات الجديدة للتصنيف الائتماني يمكن الرجوع إلى المسار التالي:
http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/media/Leadership_Actions_Full_Update.pdf

42- **الحكومة الأمريكية تضع خطة لإنقاذ أسواق المال بقيمة 700 مليار دولار**، إذاعة الصين الدولية، 2008/09/21، على المسار:
http://arabic.cri.cn/361/2008/09/21/85s104203.htm

43- **الكونغرس يقر خطة إنقاذ قدمها أوباما بقيمة 838 مليار دولار**، CCN العربية، 07/03/09، على المسار:
http://cgi.cnn.com/arabic/2009/business/2/10/debate.stimulus/index.html

44- - خطة تحرك- لمجموعة الدول السبع الكبرى لمواجهة الأزمة المالية، صحيفة الشرق الاوسط، 2008/10/12، العدد 10911 ، على المسار:
http://www.asharqalawsat.com/details.asp?section=6&article=490409&issueno=10911

45- **شركات مالية أمريكية تخضع لتحقيقات اتحادية**، الاقتصاد و الأعمال، الجزيرة نت، 30/01/ 2008 ، على المسار:
http://www.aljazeera.net/NR/exeres/8958765D-A7FF-4298-8E55-6DA208E8977F.htm

46- **FBI Cracks Down On Mortgage Fraud**, CBSNews, June 19, 2008, Retrieved from:
http://www.cbsnews.com/stories/2008/06/19/national/main4194649.shtml

47- **الجزائر تستبعد التأثر بأزمة المال العالمية واحتياطياتها ترتفع**، الاقتصاد و الاعمال، الجزيرة نت، 2008/10/16، على المسار:
http://www.aljazeera.net/NR/exeres/4921B938-F80C-4F7C-80C0-C2B66F298FE7.htm

48- **ندوة صحافية لرئيس الحكومة الجزائرية** يوم الثلاثاء 7 أكتوبر 2008، من موقع وزارة الخارجية الجزائرية على المسار:
http://193.194.78.233/ma_ar/stories.php?story=08/10/07/8747019

49- **إعصار الأزمة المالية قد يهدد خطط التنمية بالجزائر**، الاقتصاد و الاعمال، الجزيرة نت، 2008/10/12، على المسار:
http://www.aljazeera.net/NR/exeres/E4D8D8C7-CD9F-49DE-895D-ED5FB600635B.htm، بتصرف.